

中小板、创业板公司董事长/总经理并购研讨班已举行三期——

# 上市公司并购趋于活跃 审核效率有望提高

证券时报记者 胡学文  
见习记者 徐潇

并购重组作为企业在资本市场上做大做强的重要工具,近几年受到越来越多上市公司的重视。为了研讨并购重组的最新政策和发展趋势,帮助企业了解在并购实践过程中面临的关键问题以及相关的解决方案,中国资本市场学院分别针对中小板、创业板举行了三期上市公司董事长(总经理)并购重组研讨班。

研讨班邀请了来自证监会、深交所的专家领导以及实务部门的领军人物分别就并购政策及环境、并购战略、交易结构设计及融资安排、跨境并购与并购整合等中小板、创业板企业在并购重组中关心的问题,从宏观及微观的角度进行了深入剖析和解读,贴近实际需求,具有务实性。另一方面,主办方提前调研设计,甄选境内外对课题有成功实践经验的专家团队,与每位备选专家逐一沟通,使研讨班具备专业性。

## 并购重组面临六大问题

中国证监会上市公司监管二部负责人表示,未来经济发展主导力量应该是产业的转型升级,调整结构,以及转变发展模式。随着上市公司利用并购重组持续增长意愿越来越强,资本市场成为并购重组比较有效的平台。然而,并购重组市场发展还是有不尽如人意的地方,比如管制过多、存在繁多的行政审批,严重影响并购操作的效率,增加了企业的成本。

相关负责人表示并购重组总结了存在的六大问题:一是并购重组的行政审批还是太多,虽然经过多轮改革取消简化了并购重组行政许可,但距离市场主体

的希望仍然有一定的差距,对于并购重组的实际需要也有很大的差距。二是很多企业并购重组仍面临“双跨”的难题,就是跨区域、跨所有制的并购推动比较困难。三是对民营企业的行业准入还存在很多门槛,有些并购不能进入那个领域,所以导致一些市场化的整合不能完成。四是金融支持力度依然不够到位。虽然也有并购贷款,但是操作性并不强,市场积极性也并不是很高,从资本市场的金融支持来看也是不足的,包括大部分的并购重组还是用股份和现金来支付。一些金融工具的运用还不够多元化,不能满足并购重组实际的需要。五是企业并购重组的成本还是比较高,包括职工安置、环保、社会成本,以及税收方面的成本也比较高。六是并购重组的中介机构,投行服务质量仍然有待提高,这涉及投行整个盈利模式的转变,当前投行过多关注通道业务。

据了解,证监会目前正酝酿进一步简政放权,把市场能做的交给市场,今后将实现并购重组审核过程全程公开,使并购重组的确定性越来越强。二是针对融资的问题,进一步推出一些新的工具,包括优先股、定向可转债、并购基金的推动,从而更好地服务交易本身。三是在并购定价方面,或将给予更多的弹性和时间窗口,为并购重组提供更好的便利。四是探索实施并购重组审核分道制,对好的公司、好的项目实行快速审核甚至豁免审核,从而实现并购重组相关主体市场化的激励约束。

这些举措将按照总体论证、分步推进的原则来进行,并购重组的效率会有较大的提升。目前,监管机构正在不断地对其所制定的政策进行反思和完善,这些政策的演变过程实际上也就是监管机构解放思想的一个过程。

## 业内呼吁进一步完善并购细则

在研讨班上,与会的上市公司负责人纷纷就关心的问题与监管层进行交流沟通,涉及如何界定并购重组中出现的股价异动、并购重组市场化定价、发行股份限制以及业绩承诺等多个方面。

有上市公司负责人表示,重组方面需要报批的比较多,是否能进一步减少需要审批的事项,比如只要上市公司不发行股份的,即便是买卖资产,只要是现金交易的都可以不用审批直接放行。对此,有监管层人士回应,将按照简政放权的要求制定修改相应的制度,豁免审批的条款有望增加,这将是修订完善相关政策思路的重要方面。

当前并购重组的定价规定较为刻板,业内多有诟病。有上市公司负责人表示,重组定价规定比较死,发行股份、购买资产是主要的潮流,资产的定价一般都要评估,股份的定价一般为20个交易日均价就锁死了。特别是中小企业,因为市场化并购多,在重组历程比较长的时候,20个交易日均价很难表现出合理价格,建议将时间窗口拉长,并且允许调整一次价格。此外,还有业内人士提出,可以允许交易双方协商定价。

就调整交易价格的问题,与会专家认为,这其实还有着对大盘发生剧烈波动及系统性风险的考虑,假设并购重组实施前大盘突发系统性风险,交易股票的价格大跌,那么不对价格进行调整的话,交易显然很难达到。因此,适当允许对价格进行调整是比较合理的,当然还需要配套明确具体的操作细则,比如具体明确董事会什么情况下调整、股东大会有什么样的授权等。



图为中国资本市场学院举办的中小板、创业板上市公司董事长(总经理)并购重组研讨班现场。中国资本市场学院/供图

关于股价异动尤其是涉及并购重组的股价异动在几期研讨班上被屡屡提及。有上市公司负责人疑虑:上市公司股价出现异动的原因多种多样,并不一定是内幕交易,比如行业景气提升、政府政策支持等因素都可能对公司股价造成影响,进而触发连续3个交易日收盘价格涨幅偏离值累计达到20%的异动标准。因此,上市公司发生股价异动,就要求做出未来3个月内不筹划重大资产重组、收购、发行股份等行为的承诺也有必要继续论证。市场环境瞬息万变,好的并购标的、并购时机往往不会等人,因而需对股价异动分为一般异动和重组异动区别对待。

高盛高华董事总经理索莉晖表示,跨境是双向的,一方面是国内的企业走出去,另一方面是国外的企业走进来,寻找中国的合作伙伴,这是一个双向流动的过程。在谈及海外并购发展趋势的时候,索莉晖称,今年上半年,全球的交易额达1万亿美元,和2012年同期相比下降了13%,在近几年全球并购浪潮中属于低潮的阶段。从地域结构来看,欧洲、中东和非洲在2012年并购重组表现较强劲,但索莉晖认为,亚洲和拉美地区是新的主导力量,大概占了海外并购的三分之一。2013年随着美国经济的复苏日趋明朗,欧洲经济慢慢爬出谷底,这段时间欧美并购的活动会继续保持活跃,财务投资者会在全球寻找投资目标,参与并购与股权的转让,成为一股新的力量。但另一方面,目前全球的市盈率还处于历史的低水平,再加上融资的成本非常低,不少公司倾向于在香港融资,包括发美元债、港币债,就是因为和国内比起来,债务成本低。

从国家的情况来看,不管其他国家情况如何变化,中国的并购则一直向上。就并购的比例而言,中国的并购分为境内、境外,以及外资进入到境内和中国的

## 亚洲成并购新主导力量 境外并购潜力仍然巨大

见习记者 徐潇

海外并购对于我国中小板、创业板相关企业而言,并不陌生。在并购重组研讨班上,跨境海外并购被视为热点话题之一进行研讨。海外并购的趋势与企业在跨境并购中面临的问题都成为企业高层们关注的焦点。

在谈及我国企业海外并购趋势时,索莉晖表示,近几年来中国企业海外上市频频退市,退市后企业主要以回到国内或在香港重新上市为发展方向。其次,在未来的中国市场上,入境并购的势头在市场上和需求上或将保持强劲,对于食品饮料、医药、奢侈品、医疗设备以及医疗管理、健康管理的创新模式等方面,不少外资表现出浓厚兴趣。

索莉晖同时阐释了美国和英国的并购制度的不同。美国没有全面要约收购制度,给小股东留以出路,但英国则是非常典型的全面要约制度,整个理念基于股东保护来设计,收购人必须向所有股东发出全面要约,收到50%以上才算收购成功。

索莉晖也举了几个不算成功的海外并购案例:其中中国移动投资巴基斯坦电信公司,失败主要是在细节的安排上,例如人员安排、文化融合等方面,影响到并购的成功。而海尔收购美泰的不成功,主要是由于双方在业务整合和估值上有很多分歧所导致。索莉晖总结时表示,海外并购可能碰到的环境非常复杂,在并购前,企业需要了解各方政治、社会的因素,同时还要对目标公司所在的市场有所了解,明晰其法律架构、财务和税务安排、市场规则、劳资管理和工会等多方面问题。只有这些因素得到充分的考虑,海外并购或能开始启动。

从国家的情况来看,不管其他国家情况如何变化,中国的并购则一直向上。就并购的比例而言,中国的并购分为境内、境外,以及外资进入到境内和中国的

中小板、创业板公司并购重组呈现新特征——

# 资本市场已成企业并购重要平台

证券时报记者 胡学文  
见习记者 徐潇

在日前由中国资本市场学院举行的并购重组董事长(总经理)研讨班上,深交所相关负责人就中小板、创业板两个板块并购重组面临的新形势、并购重组的新特征以及并购重组需要关注的事项进行了介绍。

相关负责人表示,当前并购重组已经提到了国家战略的高度,在国家层面上希望通过并购重组实现经济的转型、产业的升级;在产业的层面上希望通过并购重组实现产业的整合、结构优化,消化过剩的产能;在企业的层面,希望通过并购重组能够实现企业快速的成长,竞争力的提升。

中小企业往往是细分行业的龙头,

而龙头发展到一定程度会触“天花板”,需向纵深方向发展寻找出路,这不仅仅是企业发展的问题,同时也是企业生存的问题,这些都为优势企业并购重组提供了契机。“资本市场已经成为企业并购的重要平台,并购重组越来越活跃,市场影响力越来越大。”该负责人表示。

有关专家总结介绍了中小板上市公司并购重组的五大新特征:一是中小板上市公司并购重组非常活跃;二是产业的协同性比较强,中小板并购主要是以产业并购为主,标的资产与上市公司主业基本上属于同行业或上下游,而主板的并购重组主要是借壳和整体上市为主;三是市场化特征非常明显;四是跨境并购越来越多;五是创新并购的方式,上市公司和一些专业的PE、VC机构合作设立并购基金成为新的市场动向,通过

这种方式,可能会进一步提高并购交易的成功率。

相较于中小板而言,创业板上市公司并购重组所表现的市场特征,彼此既有相似之处,也有不同的地方。创业板监管部门相关负责人表示,创业板上市公司近期以来并购行为也较为积极,与中小板一样,创业板上市公司在并购中也存在产业协同性较强、市场化程度较高、海外并购兴起等特征。但是,创业板公司并购重组还有着自身的特点,比如并购重组的动力是多重驱动的,其可能存在扩展业务领域、业绩压力大、超募资金等多重动机;其次,在支付方式上创业板公司比较积极地利用股份进行支付;三是创业板并购轻资产特征比较明显,交易溢价率普遍比较高等。

就中小板、创业板公司在并购重组

# PE机构看好国内并购市场前景

证券时报记者 胡学文  
见习记者 徐潇

随着市场并购重组活动越来越活跃,风险投资/私募股权投资(VC/PE)基金也越来越多地参与其中,尤其是上市公司和一些专业的PE、VC机构合作设立并购基金成为新的市场动向。在日前由中国资本市场学院举行的中小板、创业板董事长(总经理)研讨班上,深圳东方财富董事长陈玮、天堂硅谷资产管理集团股份有限公司董事总经理杨伟强均就上述话题进行了介绍。

陈玮表示,世界级的企业往往都是通过大量的并购重组来发展壮大,我国中小板上市公司也应该以此作为借鉴。中小企业市值小,稳定性差,急需通过并购做强企业,提升抗风险能力。此外,当前经济处于下滑时期,更是中小板上市公司并购的好时机。

如果在A股市场上你的市值不到

50亿人民币,在这个市场上的机会是不多的。小企业、市值低的企业,在资本市场的竞争力是不够的。可能现在你还看不到,但往后会越来越有紧迫感,如果在资本市场没有强大的市值支撑,你要想在资本市场走得远会比较困难。”陈玮对台下近百位上市企业负责人如此说到。

谈及如何挖掘并购对象的投资价值,陈玮以高科技企业为例指出,行业、团队和技术是高科技企业核心价值的几个关键词。在判断行业时,陈玮认为应该选择持续双位数增长、市场前景广阔、符合国家产业政策扶持方向并且管理人才储备丰富的行业。管理团队的能力则取决于创始人的品行,创业团队是否稳定、完整、目标一致,以及团队是否具有强大的行业资源整合能力。关于技术的评价,陈玮指出技术不在于其高精尖程度,而在于能否带来成本下降或者性能提高,产业化程度如何,是否难于获取或复制,以及知识产权归属。陈玮认为,

一般而言,改良性而非革命性的技术更能赚取利润,技术应该在发展中完善,不应该拘泥于技术完美主义。

硅谷天堂是国内与上市公司合作发起设立并购基金较早的PE机构,在研讨班上,该公司董事总经理杨伟强以实际案例对并购基金的主要运作模式做了介绍。

在杨伟强看来,企业必须遵循其所属行业的发展及演变的客观规律。当行业发展到一定的阶段时,往往需要进行产业整合以提高资源配置的效率,改革开放30多年来,中国大部分行业已进入了整合的阶段。而兼并收购技能是企业成长必须掌握的核心技能,上市公司与非上市公司相比,拥有更多的资本运作手段,理应在行业整合中占据主导地位。

杨伟强总结归纳了国内并购基金的主要模式:一是与上市公司合作,上市公司在产业扩张过程中,有些是资金缺乏,有些是缺乏这方面的人才,并购基

金运作中和上市公司合作,配合上市公司的资产收购。二是参与上市公司的增发。三是参与拟借壳的上市公司。作为IPO制度的补充,即便是发达市场仍然有很多借壳的案例,参与拟借壳的公司。四是与借壳方共同参与上市公司的增发。五是进行跨市场套利,境外收购除了收购标的本身给上市公司带来的技术、专利等价值提升外,估值差距是很重要的机会。六是与未上市企业合作,助力未上市企业扩张。七是参与管理和收购,帮助管理层特别是企业第一代管理层想退出的时候,并购基金协助进行企业的收购。八是参与国企改革。

杨伟强表示,并购基金作为金融市场的重要金融工具,对于提高市场资源配置效率有着无可替代的作用,产业整合及产业升级的成功将离不开并购基金的推动。在中国未来的资本市场,并购基金对企业发展的影响力和助推力将远胜于现在的普通型PE基金,善于借用并购基金进行外延式扩张的企业将会拥有先发优势。

## 并购重组研讨班意见反馈:

参加并购重组研讨班最大收获是较系统了解并购的法律法规及相关案例,印象深刻的是关于并购后的整合风险。  
——松德股份董事长郭景松

最大收获是大量的资讯和新的观点和理念,最深刻的是授课老师结合自身案例分享的体会。  
——华伍股份总经理谢徐洲

明白了并购的意义,知道了怎么操作;案例讨论分享时联想、TCL、吉利等公司的海外收购印象深刻。  
——易世达总裁何启贤

希望能够搭建“供需”平台,尤其是一些“拟IPO”企业,提供最新案例及政策调整信息。  
——苏文科总裁王军华对并购重组研讨班提出的建议

针对创业板上市公司,建议尽快出台再融资政策,以支持并购企业在完成资产重组后的资金需求。  
——星科技董事长王先玉针对上市公司并购重组政策方面的建议

应鼓励创新金融衍生工具,以不同模式并购不同类型的公司。  
——上海新文化传媒董秘盛文蕾针对上市公司并购重组政策方面的建议 (徐潇 整理)